MINISTÈRE DES COMMUNICATIONS

ÉTUDE

Le régime d'épargne-actions au Québec et la capitalisation des entreprises en communication

Québec

89-02940/

LE RÉGIME D'ÉPARGNE-ACTIONS DU QUÉBEC
ET LA CAPITALISATION DES ENTREPRISES DE COMMUNICATION
(ÉTUDE D'IMPACT)

DIRECTION GÉNÉRALE DES MÉDIAS
MINISTÈRE DES COMMUNICATIONS
QUÉBEC, AVRIL 1988

Table des matières

		Page
Avant-propos		
Introduction		
Chapitre 1	**Le Régime d'épargne-actions du Québec (REAQ) et la fiscalité des entreprises et des épargnants**	7
1.1	Les règles de fonctionnement du REAQ	7
1.2	Le traitement fiscal du REAQ	7
1.3	Les réaménagements du plafond et des taux de déduction du REAQ	9
Chapitre 2	**L'impact du REAQ sur la capitalisation des entreprises de communication**	12
2.1	Un aperçu sur le rôle des marchés publics dans le financement des entreprises de communication	12
2.2	L'endettement des entreprises de communication	15
2.3	Les placements REAQ des entreprises de communication et la croissance des fonds propres	17
Chapitre 3	**Les avantages et les coûts financiers du REAQ pour les entreprises de communication**	22
3.1	Les avantages financiers du REAQ	22
3.2	Les coûts financiers d'une première émission d'actions admissibles	24
Chapitre 4	**L'impact financier du REAQ pour le gouvernement du Québec (cf. titre p.25)**	29
4.1	Les coûts fiscaux estimés du régime (dans le secteur des communications)	29
4.2	Le coût du programme d'accès à la Bourse	30
4.3	Une diminution du manque à gagner du gouvernement est-elle possible à court terme?	30
Conclusion		33
Bibliographie		35

Liste des tableaux

Tableau 1 : Taux de déduction des titres admissibles au REAQ des entreprises de communication 1983-1986

Tableau 2 : Coefficients d'endettement des entreprises de communication admissibles au REAQ 1983-1986

Tableau 3 : Émissions d'actions des entreprises de communication admissibles au REAQ 1983-1986

Tableau 3a : Ventilation des valeurs des placements des entreprises de communication admissibles au REAQ 1983-1986

Tableau 4 : Coûts occasionnées par une première émission d'actions des entreprises de communication en 1984 et en 1985

Avant-propos

Le Régime d'épargne-actions du Québec (REAQ) a connu une grande popularité durant les sept années de son existence. Sa vocation initiale fut de favoriser l'apport externe de capitaux dans les coffres des petites et moyennes entreprises québécoises. Dans le secteur des communications, le programme a certes joué un rôle important dans la capitalisation de neuf entreprises émettrices que nous avons répertoriées de 1983 à 1986 pour cette étude. Ces entreprises sont, entre autres, des entreprises intermédiaires et des entreprises en voie de développement. A ce chapitre, le REAQ a atteint en partie son objectif et a, de plus, suscité l'intérêt de milliers d'épargnants québécois pour les activités boursières. Il semble donc important de faire une évaluation de l'impact de ce régime sur la capitalisation des entreprises de communication.

Ce document a été réalisé par André Sully, économiste à la Direction générale des médias au ministère des Communications du Québec, sous la direction technique de Guy Rivest, économiste et directeur par intérim à la Direction des études et analyses économiques et financières. Nous tenons à remercier ce dernier pour ses précieux conseils et ses commentaires au cours de cette étude.

Nous sommes aussi reconnaissants au personnel de la Commission des valeurs mobilières du Québec pour sa collaboration et pour les données statistiques de base qu'il nous a fournies pour ce projet.

Nous tenons enfin à remercier Carole Boudreau qui a assuré la dactylographie du présent rapport avec beaucoup de dévouement.

Introduction

Le but de cette étude est d'évaluer l'impact du Régime d'épargne-actions du Québec (REAQ) sur la capitalisation des entreprises québécoises de communication inscrites à la Bourse.

Compte tenu du fait que les activités boursières sont peu souvent traitées dans nos recherches, nous n'avons pas pour le moment la prétention de présenter une analyse exhaustive et exempte de toute critique sur le REAQ. Notre objectif vise simplement d'une part, à faire connaître à la Direction générale des médias les impacts financiers du régime sur nos entreprises engagées dans les communications et, d'autre part, à développer, s'il y a lieu, une stratégie d'intéressement de nos entreprises à cette source de financement public.

Le régime est entré en vigueur le 22 juin 1979. Il a acquis une grande popularité et a suscité beaucoup d'intérêt auprès des entreprises et des contribuables québécois. Le REAQ "est un programme gouvernemental qui vise à favoriser l'investissement dans certaines sociétés en offrant aux épargnants du Québec qui réalisent un placement en actions à moyen terme, un avantage fiscal fort intéressant". Quant aux modalités d'application du régime, elles ont fait l'objet de diverses modifications en cours de route soit pour diminuer le coût du programme, soit pour contraindre la demande de titre aux seules fins d'impôt ou pour éliminer le financement fait par les compagnies en vue de racheter leurs propres titres, ou encore pour limiter le plus possible l'investissement dans des entreprises déjà fortement capitalisées.

Nous adoptons une approche méthodologique, avantages-coûts, qui nous paraît plus simple pour l'analyse puisque le financement sur le marché public des actions comporte autant des avantages que des risques pour l'entreprise qui émet les actions et il en est de même pour les épargnants qui les achètent. L'ensemble des statistiques utilisées sont disponibles à la Commission des valeurs mobilières du Québec et couvrent la période 1983-1986. Les chiffres de l'année 1986, quoique disponibles, ne sont pas utilisables pour le moment car pour la majorité des entreprises qui ont déposé des prospectus durant cette année, la part des placements au Québec n'était pas encore déterminée. Or, le REAQ ne tient compte que des placements faits au Québec. De plus, nous avons aussi eu recours à des articles de journaux (particulièrement le Journal des Affaires) et à des publications officielles (plusieurs discours sur le budget du ministre des Finances du Québec) traitant du REAQ.

L'étude couvrira principalement neuf entreprises de communication émettrices oeuvrant dans les secteurs suivants : radio, télévision, presse écrite et câblodistribution, et pour lesquelles des données sont disponibles. Nous retenons la quasi-totalité des émissions REAQ de ces entreprises de 1983 à 1986. Cependant, les titres des grandes entreprises de téléphonie, Bell Canada et Québec Téléphone, ne sont pas considérés pour deux raisons : d'une part, la plus grande partie de leurs placements sont des plans de réinvestissement de dividendes ou des actions ordinaires visés par le REAQ; d'autre part, ces grandes compagnies font souvent des placements sans prospectus ce qui permet à certains actionnaires d'acheter des actions directement du Trésor. De même, seront exclue les sociétés de fabrication de produits liés au secteur des communications comme les films, les vidéos, les appareils de téléphone, et les logiciels.

L'étude comporte quatre chapitres. Dans le premier chapitre, nous ferons la description des modalités d'application du REAQ. Au deuxième chapitre, nous tenterons d'évaluer l'impact du régime sur la capitalisation de nos entreprises de communication. Dans le troisième chapitre, nous regarderons les avantages et les coûts financiers du régime pour les entreprises émettrices. Enfin, dans le quatrième et dernier chapitre, nous jetterons un coup d'oeil sur le manque à gagner pour le Trésor public québécois.

Chapitre 1 Le Régime d'épargne-actions du Québec (REAQ) et la fiscalité des entreprises et des épargnants

1.1 Les règles de fonctionnement du REAQ

Institué en mars 1979 par le gouvernement du Québec, le Régime d'épargne-actions entra en vigueur le 22 juin de la même année (1). L'un des objectifs du REAQ est d'augmenter la capitalisation des entreprises québécoises oeuvrant dans divers secteurs d'activités incluant celui des communications.

Le régime est assujetti à des règles de fonctionnement touchant autant les entreprises émettrices d'actions admissibles que les particuliers québécois qui s'intéressent aux activités boursières et au placement dans les actions.

1.2 Le traitement fiscal du REAQ

Les règles de fonctionnement ont été modifiées à cinq reprises au cours des sept années d'existence du régime. Elles s'appliquent sans exception à tous les secteurs.

Pour le traitement fiscal, deux éléments sont à retenir : le plafond de la déduction admissible qu'un participant peut réclamer et les taux de déduction qui sont appliqués aux corporations émettrices. Le gouvernement utilise ces deux moyens pour influencer autant la demande que l'offre d'actions admissibles.

En effet, les déductions fiscales autorisées dans le REAQ varient selon la valeur des contributions du particulier et les autres types d'abris fiscaux qu'il possède. Le plafond de la déduction admissible s'adresse directement aux investisseurs. A l'origine, les déductions fiscales autorisées étaient limitées à 20 % du revenu total jusqu'à concurrence de 20 000 $ moins les contributions à un Régime enregistré d'épargne-retraite (REER) ou un Régime d'épargne-placement (REP). Ce plafond de déduction favorisait davantage les contribuables à revenu élevé (50 000 $ et plus) qui pouvaient placer une tranche plus substantielle de leur revenu.

Huit ans plus tard, à compter de l'année d'imposition 1986, le plafond maximum des contributions était ramené à 12 000 $ moins les contributions à un REER ou à un REP. Par rapport à 1979, le premier effet de cette mesure est de réduire de 8 000 $ le montant maximum qu'un contribuable pourrait déduire de son revenu.

---

1. Ministère des Finances, Discours sur le budget 1979-1980, 27 mars 1979, pp. 32, 33 et 34.

Récemment, soit en décembre 1986, une nouvelle série de mesures furent annoncées visant à établir dès l'année 1987 un nouveau plafond de déduction REAQ. Selon les nouvelles mesures, le plafond de la déduction admissible est abaissé à 10 % du revenu total jusqu'à concurrence de 5 500 $. Le maximum de déduction est ainsi fixé selon le revenu seulement et les autres types d'abris fiscaux n'entrent plus en ligne de compte dans le REAQ.

Apparemment, l'effet de ce nouveau plafond serait de réduire le montant qu'un contribuable pourra investir dans son REAQ. Cependant, puisque les contributions à un REER et à un REP ne sont plus déduites, le montant qu'un contribuable pourra investir dans son REAQ sera dans bien des cas plus élevé.

Par ailleurs, l'investisseur doit conserver ses actions durant deux années complètes (3 x 31 décembre), sinon il est contraint de rembourser le montant de la déduction dont il a profité à l'origine.

Si l'investisseur vend ses actions durant cette période, il peut conserver la déduction fiscale à condition qu'il rachète d'autres titres éligibles au REAQ pour un montant équivalent à cette déduction.

Cette mesure vise surtout à décourager les investisseurs qui ne veulent profiter du REAQ qu'à titre d'abri fiscal.

Les mesures visant les corporations émettrices d'actions admissibles

Les taux de déduction qui sont appliqués aux corporations émettrices varient selon l'actif de l'entreprise et selon la catégorie d'actions achetées par un particulier : action ordinaire, action subalterne ou action privilégiée.

Dorénavant, selon les nouvelles mesures, les actions des grandes sociétés ne donneront droit qu'à une déduction de 50 %. De plus, la catégorie des grandes sociétés regroupait, à l'origine du REAQ, les corporations dont l'actif était un milliard de dollars au moins. Selon les nouvelles mesures, les corporations ayant un actif de 250 millions de dollars (M$) seront classées dans la catégorie des grandes compagnies. Les actions de ces grandes sociétés sont déductibles à 50 % et le plafond de la déduction admissible est limité à 1 000 $.

En ce qui concerne les actions subalternes, elles seront déductibles à 75 % dans le cas d'une société en voie de développement (actif de 2 M à 25 M$) et à 50 % dans le cas de sociétés de taille intermédiaire (actif de 25 M à 250 M$). Mais, dans ce dernier cas, les particuliers ont droit à un plafond de déduction de 1 000 $ (2). Ces mesures devraient favoriser les entreprises en voie de développement en rendant leurs actions plus intéressantes pour les investisseurs.

2. Ministère des Finances, Discours sur le budget 1986-1987, mai 1986, annexe A, p. 26.

1.3 Les réaménagements du plafond et des taux de déduction du REAQ

Un des premiers effets du réaménagement est de rendre les actions des grandes compagnies moins intéressantes pour les épargnants en ce qui à trait à la déduction fiscale. Car un individu qui a un taux d'imposition de 30 % par exemple, doit avoir une contribution brute de 2 000 $ s'il achète des actions d'une grande compagnie pour bénéficier d'une réduction d'impôt de 300 $, soit une contribution nette de 1 700 $, puisque le plafond de sa déduction admissible est fixé à 1 000 $.

À l'égard de nos entreprises de communication, cette mesure pourrait avoir un effet positif sur leurs actions émises étant donné qu'elles sont, dans la majorité des cas, de catégorie intermédiaire ou en voie de développement (exception faite de Bell Canada et de Québec-Téléphone que nous n'avons pas retenues dans cette étude).

En second lieu, le réaménagement des taux de déduction selon la taille de l'actif des sociétés émettrices et selon la nature des actions favoriserait d'une part, l'achat des actions ordinaires plutôt que des actions subalternes et, d'autre part, privilégierait les petites et moyennes entreprises par rapport aux grandes entreprises. Par exemple, les actions émises par les petites compagnies donneront une déduction fiscale plus intéressante que celles des grandes sociétés. L'épargnant qui achète les actions des petites compagnies dites en voie de développement aurait besoin de moins d'argent à investir pour avoir droit à la même économie d'impôt que quelqu'un qui achèterait les titres des grandes sociétés ou des sociétés intermédiaires. Le tableau 1 compare les taux de déduction par catégorie de sociétés et de titres en vigueur pour les années 1983-1986.

Pour illustrer les effets des taux de déduction et du plafond maximum, prenons l'exemple d'un contribuable qui a un revenu total de 50 000 $ et dont le taux marginal d'imposition est de 30 %. Ce contribuable avait décidé en 1986 de constituer un portefeuille composé d'actions ordinaires ou d'actions subalternes choisies dans les émissions de nos entreprises de communication. Selon le traitement du REAQ en 1986, ce contribuable avait droit à un plafond de déduction de 20 % de son revenu jusqu'à concurrence de 12 000 $.

L'incidence de la composition de son portefeuille sur sa contribution nette apparaît comme suit:

- si le contribuable choisissait uniquement les actions subalternes déductibles à 50 % émises par les sociétés intermédiaires Québecor, CFCF inc., Vidéotron et Télémédia et s'il investissait au maximum, soit 20 % de son revenu, cet épargnant devrait avoir une contribution brute de 20 000 $, soit une contribution nette de 17 000 $ pour obtenir une réduction d'impôt de 3 000 $.

Tableau 1

TAUX DE DEDUCTION DES TITRES ADMISSIBLES AU REAQ
DES ENTREPRISES DE COMMUNICATION 1983 - 1986

Entreprises	Catégorie des titres	1983 %	1984 %	1985 %	1986 %
Entreprises intermédiaires					
CFCF inc.	Sub.	---	---	75 %	---
Groupe Transcontinental GTC *	Ord.	---	150 %	---	75%
Groupe Vidéotron	Sub.	---	---	75 %	50%
Québecor	Ord./Sub.	100 %	---	---	50%
TéléCapitale	Sub.	---	100 %	---	---
Télémédia	Sub.	---	---	---	50%
Entreprises en voie de développement					
Communications RadioMutuel **	Sub.	---	---	100 %	75% (**)
Cogeco **	Sub.	---	---	100 %	75% (**)
Premier Choix-TVEC	Ord.	---	---	150 %	---

Entreprises intermédiaires : actifs de 25 millions à 1 milliard de dollars

Entreprises en voie de développement : actifs de 2 millions à 25 millions de dollars

Sub. : action subalterne

Ord. : action ordinaire

* Le groupe Transcontinental GTC est passé au rang d'entreprise intermédiaire à sa deuxième émission en 1986

** Cogéco et Communication RadioMutuel sont devenus des entreprises intermédiaires à la fin de l'exercice financier 1986

Source: Commission des valeurs mobilières du Québec

- si, au contraire, il avait acheté des actions ordinaires déductibles à 75 % alors émises par le groupe Transcontinental GTC, il aurait eu pour la même réduction d'impôt de 3 000 $ une contribution nette REAQ de 10 333 $.

La différence de la contribution nette entre le portefeuille d'actions subalternes et celui d'actions ordinaires pour la même catégorie de compagnie est de 7 000 $, ce qui est assez appréciable.

Pour ce qui est des entreprises dites en voie de développement, RadioMutuel, Cogeco, leurs actions subalternes étaient déductibles pour la même année à 75 %. Si le contribuable avait investi au maximum dans les actions de cette catégorie, sa contribution nette serait de 10 333 $ pour avoir droit à la même réduction d'impôt de 3 000 $.

Donc, la différence nette entre le portefeuille composé d'actions subalternes de compagnies intermédiaires et celui qui est composé d'actions subalternes de compagnies en voie de développement est de 7 000 $.

La différence des taux de déduction permet à l'épargnant d'investir en termes nets moins d'argent en achetant les actions des petites compagnies pour obtenir la même réduction d'impôt.

En résumé, les contraintes au REAQ proposées récemment par le gouvernement devraient :

- encourager les compagnies à émettre des actions ordinaires à plein droit de vote plutôt que des actions subalternes;

- encourager les épargnants à acheter des actions admissibles des petites compagnies;

- réduire les avantages fiscaux du régime pour les investisseurs les plus riches;

- diminuer le coût fiscal du REAQ pour le Trésor public.

Chapitre 2 Impact du REAQ sur la capitalisation des entreprises de communication

L'un des objectifs du REAQ est d'augmenter la capitalisation des entreprises québécoises en phase de croissance oeuvrant dans divers secteurs d'activités incluant celui des communications. Pour atteindre cet objectif, le gouvernement a mis en place des règles visant à faciliter l'accès des entreprises aux marchés publics des actions.

2.1 Un aperçu sur le rôle des marchés publics dans le financement des entreprises de communication

Les marchés publics des actions jouent de nos jours deux rôles essentiels dans le financement d'une entreprise au stade de la croissance. D'une part, ils constituent une importante source de capital pour les entreprises qui y ont accès. D'autre part, ces marchés offrent aux propriétaires des entreprises une liquidité pour leurs placements leur permettant ainsi de réaliser une plus-value (3). Une entreprise peut choisir d'obtenir le capital nécessaire à son financement sous forme de dettes ou de fonds propres. Ceux-ci sont constitués de capital-actions et de bénéfices réinvestis.

Mais quel que soit le moyen utilisé, endettement ou capital-actions, le financement d'une entreprise implique un coût du capital pour celle-ci et ce coût est un facteur déterminant dans la structure financière qui sera adoptée par l'entreprise. Cela nous amène à nous attarder sur la signification et la mesure pratique du coût du capital dans l'entreprise avant d'aborder le problème de l'endettement des entreprises de communication qui sont inscrites présentement à la Bourse.

La définition du coût du capital

Le coût du capital est le taux de rendement minimum requis des nouveaux investissements de façon à garantir à l'actionnaire un rendement comparable à celui qu'il pourrait obtenir sur le marché dans la même classe de risque. Le coût du capital est un coût d'opportunité en ce sens que l'actionnaire ou l'investisseur pourrait tout aussi bien effectuer un autre placement de risque comparable et en percevoir un revenu (4). Donc, pour être acceptable, un investissement doit procurer au moins ce revenu. Au rendement requis sur un placement à moindre risque comme les bons du Trésor ou les obligations d'épargne du gouvernement du Canada ou du Québec, il faut ajouter le risque

3. Serge Saucier, La Commission québécoise sur la capitalisation des entreprises, pp. 55-56.
4. Jacques Saint-Pierre "Le coût du capital", Précis de Finance, p. 68.

d'affaires et le risque financier propres à l'entreprise. Le risque d'affaires est en étroite relation avec le type d'affaires (type d'actifs) tandis que le risque financier est relié au ratio endettement/fonds propres que l'on désigne par l'effet de levier financier. Le coût du capital pour une entreprise est donc le prix qu'exige un investisseur pour avancer des fonds à celle-ci, que ce soit sous forme de dette ou de capital-actions. Il y a toujours une prime de risque réclamée par un pourvoyeur de capital.

Par ailleurs, pour bien comprendre le concept du coût du capital, il faut éclaircir la notion de levier financier pour l'entreprise. En effet, le levier exprime la part relative de la dette dans la structure financière.

À titre d'exemple, nous avons calculé à partir des données financières 1981 à 1985 du groupe Vidéotron l'effet de levier financier pour la compagnie. Mentionnons que Vidéotron a choisi d'utiliser le levier financier, c'est-à-dire le financement par actions, en 1985 en procédant à une première émission de 3 millions d'actions, subalternes d'une valeur de 23,2 M$, soit un prix par action de 7,75 $ et une deuxième émission de 2,7 millions d'actions subalternes en 1986 représentant une valeur de 45,9 M$, soit 17,00 $ par action (5). Contrairement aux années antérieures, Vidéotron a préféré recourir en 1985 à un premier appel public à l'épargne pour trouver les capitaux nécessaires à son financement au lieu d'augmenter ses dettes.

On observe que les dettes de la compagnie étaient relativement élevées durant la période 1981-1986. Elles s'établissaient à 84,3 M$ en 1981, à 100,1 M$ en 1982 et 1983, et à 90,3 M$ en 1984. En 1985, le niveau de ses dettes a diminué pour atteindre 73,7 M$. Les effets de levier financier ont été établis à 14,74 en 1981, 19,85 en 1982, 9,71 en 1983, 4,43 en 1984 et 2,55 en 1985, soit le ratio le plus faible (6). Donc, le risque financier pour la compagnie est devenu plus faible au fur et à mesure qu'elle augmentait ses fonds propres. On remarque également que les bénéfices nets par action de la compagnie sont passés de 0,23 $ en 1983 à 0,41 $ en 1985, alors qu'en 1981 et 1982, la compagnie avait connu des pertes par action respectivement de 0,12 $ et de 0,03 $ (7).

5. Données financières du groupe Vidéotron 1981-1985. Prospectus déposé par la compagnie à la Commission des valeurs mobilières du Québec dans le cadre du premier appel public à l'épargne, le 31 octobre 1985. Les dettes incluent aussi la partie à court terme des dettes à long terme.
6. L'effet de levier financier est défini par le ratio endettement/fonds propres.
7. Les bénéfices par action et les fonds générés par les opérations par action sont présentés en détail dans le prospectus mentionné plus haut.

Les fonds générés par les opérations par action se sont haussés de 0,45 $ en 1981 à 1,30 $ en 1985. Donc, le bénéfice net par action augmente avantageusement lorsque l'entreprise a recours au financement par l'émission d'actions plutôt que par les dettes.

En ce qui concerne le risque d'affaires, on le définit comme étant le risque inhérent aux opérations physiques de la compagnie. Il provient de ce qu'il est impossible d'assurer une parfaite constance des ventes, des coûts et des profits. L'entreprise ne peut pas se protéger parfaitement des fluctuations du marché. Le risque d'entreprise existe quels que soient les moyens de financement utilisés.

Il y a levier d'opération lorsqu'un léger changement dans le volume d'affaires entraîne un changement important dans le profit. Le degré de levier d'opération est exprimé par la formule : $\frac{\Delta P/P}{\Delta V/V}$ *.

Les calculs effectués pour Vidéotron indiquent des degrés de levier d'opération de 0,66 en 1985 par rapport à 1984, de 3,9 en 1984 par rapport à 1983, de 34,85 en 1983 par rapport à 1982, et de 15,68 en 1982 par rapport à 1981. Les années 1982 et 1983 pour lesquelles le levier d'opération est le plus élevé sont aussi celles pour lesquelles les bénéfices nets par action étaient relativement faibles et les effets de levier financier assez forts.

La prime de risque est moins élevée dans le cas de la dette que dans le cas de capital-actions surtout lors d'une première émission d'actions. Etant donné que l'entreprise n'offre pas une importante garantie de paiement de dividendes et de rachat de capital, l'investisseur exige alors en compensation un rendement plus élevé sur le capital-actions. Toutefois, le choix entre les fonds propres et la dette pour une entreprise peut être influencé par trois facteurs, la fiscalité, le risque de faillite et ses actifs. Cependant, il demeure que plus l'endettement est élevé, plus les risques financiers de l'entreprise le sont. Donc, l'entreprise rationnelle doit prendre moins de risque d'affaires. Les fonds propres externes constituent une source intéressante de capital qui ne dépend pas de la profitabilité courante de l'entreprise mais de sa perspective de croissance. Les investisseurs informés regardent les perspectives de croissance de l'entreprise dans le futur et le rapport cours/bénéfice de ses actions et non pas le prix d'émission des actions.

---

* V étant les ventes et ΔV, les changements dans le volume des ventes.
P = Profits et ΔP = les changements dans les profits. P et V sont les profits et les ventes réalisés au cours de la période 1.

2.2 L'endettement des entreprises de communication

Les entreprises de communication inscrites à la Bourse ont pour la plupart un coefficient d'endettement relativement élevé comme d'ailleurs la majorité des moyennes entreprises au Québec.

Nous avons calculé, à partir de leurs données financières pour la période 1983-1986, les coefficients d'endettement pour les neuf entreprises qui nous préoccupent. Les résultats semblent convaincants tel que l'indique le tableau 2.

Les coefficients d'endettement de ces entreprises définis par le rapport dettes à long terme/avoir des actionnaires indiquent en 1986 que quatre entreprises sur neuf, soit 44,4 % ont un coefficient qui surpassait 100. Parmi les taux les plus élevés, figurent dans l'ordre : Télémédia avec un taux de 497,05, suivie de Premier Choix-TVEC avec 341,04, le groupe Vidéotron, 172,55 et TéléCapitale avec un taux de 106,98. Par ailleurs, le reste des entreprises (55,6 %) possèdent un taux relativement faible variant de 4,26 à 51,61. Ce sont dans l'ordre : Cogeco avec un taux de 4,26, le groupe Transcontinental GTC avec 20,15, Communications RadioMutuel avec 26,98, le groupe Québecor, 44,08, et CFCF inc. avec un taux de 51,61. De plus, comparé à 1983, deux tiers des entreprises ont connu une diminution dans leur taux d'endettement durant la période 1983-1986. Les baisses les plus substantielles en termes absolus ont été enregistrées dans l'ordre par les compagnies suivantes: Communications RadioMutuel 89,9 %, le groupe Transcontinental GTC, 88,0 %, TéléCapitale, 85,0 %, CFCF inc., 84,6 % et le groupe Vidéotron, 76,0 %. Entre 1984 et 1986, Cogeco a aussi diminué son taux d'endettement de 87,5 %. Toutefois, au cours de cette même période 1983-1986, deux entreprises ont connu une hausse de leur taux d'endettement, Télémédia dont le taux passe de 86,2 en 1983 à 497,05 en 1986 et Québecor qui passe de 22,2 en 1983 à 44,08 en 1986.

De même, les calculs de la deuxième série de coefficients exprimés par le rapport passif total/actif total indiquent également une diminution dans les taux d'endettement de la majorité des entreprises de communication admissibles au REAQ (77,7 %) durant cette période 1983-1986. Seuls les deux mêmes entreprises sur neuf ont enregistré une hausse dans leur taux. Il s'agit de Télémédia dont le taux passe de 54,6 en 1983 à 88,19 en 1986 et de Québecor qui a vu son taux d'endettement passer de 47,3 en 1983 à 64,47 en 1986. Parmi les moins endettées en 1986, Communications RadioMutuel, Cogeco et CFCF inc. viennent en tête avec des taux respectifs de 9,91, 27,41 et 49,90. En général, en 1986, toutes les entreprises ont un coefficient d'endettement inférieur à 100 d'après les résultats obtenus à l'aide de la deuxième formule.

Il semble que la présence de ces entreprises sur le marché boursier dans le cadre du REAQ les ait aidées à alléger graduellement leur endettement. Deux facteurs expliquent le taux d'endettement élevé des entreprises: 1) la fiscalité individuelle qui incite la majorité des propriétaires à recourir à la dette pour augmenter leurs ressources

Tableau 2

COEFFICIENTS D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DE COMMUNICATION
ADMISSIBLES AU REAQ 1983-1986

Entreprises	Activité	Coefficient d'endettement 1				Coefficient d'endettement 2			
		1983	1984	1985	1986	1983	1984	1985	1986
CFCF inc.	radio-télévision	335,5	144,1	32,2	51,6	84,1	73,0	39,7	49,9
Cogéco	câblodistribution	--	34,3	24,2	4,2	81,6	--	46,3	27,4
Communications RadioMutuel	radiodiffusion	269,3	270,2	--	26,9	122,8	122,0	--	9,9
Groupe Trans continental GTC	presse écrite	168,0	90,3	48,3	20,1	82,6	78,4	63,6	51,5
Groupe Vidéotron	câblo-télévision	721,4	373,1	186,0	172,5	90,8	84,4	80,1	77,5
Premier Choix-TVEC	télévision	--	--	--	341,0	--	--	152,1	92,2
Québecor	presse écrite	22,2	43,4	47,6	44,0	47,3	54,6	63,6	64,4
TéléCapitale	télévision	723,0	361,2	92,4	106,9	104,3	108,0	59,9	55,0
Télémedia	radiodiffusion presse écrite	86,2	109,7	205,1	497,0	54,6	67,0	75,6	88,1

Source : Les données de base (actif, passif, avoir des actionnaires, dettes) proviennent des rapports annuels des compagnies.

financières plutôt qu'à l'émission de capital-actions; 2) les frais de transaction qui sont très élevés. Peu de petites entreprises sont capables de faire une première émission d'actions en raison des frais élevés que cela implique (8).

2.3 Les placements REAQ des entreprises de communication et la croissance des fonds propres

Les entreprises de communication, comme les autres sociétés, disposent de deux mécanismes pour placer leurs nouvelles actions admissibles au régime d'épargne-actions : les placements avec prospectus et les placements sans prospectus auprès de leurs porteurs d'actions ou auprès de leurs dirigeants et salariés. Le dernier type de placement prend généralement la forme de plans de réinvestissement de dividendes en actions ou de plans de souscription d'actions (9). Les sociétés engagées dans les communications utilisent en général les placements avec prospectus en raison sans doute de leur taille. Elles se situent toutes dans les catégories des sociétés intermédiaires et des sociétés en développement. Car ce sont presque uniquement les sociétés importantes dont l'actif excède un milliard de dollars qui ont établi ces dernières années un plan de réinvestissement de dividendes et de souscription d'actions admissibles au REAQ.

En fait, comme l'indiquent les tableaux 3 et 3a, les entreprises de communication ont commencé à réaliser des placements admissibles au REAQ cinq ans après l'instauration du régime. La première émission de valeurs admissibles fut celle de Québecor en 1983. La compagnie avait alors fait un seul placement de 500 000 actions ordinaires pour une valeur nette de 13 M$. La portion placée au Québec s'établissait à 67,4 %, soit un montant admissible au REAQ de 8,8 M$. En 1984, le nombre d'entreprises de communication admissibles est passé à deux et la valeur nette de leurs placements s'élevait à 33,0 M$. Au cours de l'année 1985, le nombre de placements s'est hissé à cinq pour une valeur nette de 69,5 M$. Par rapport à 1984, cela représente une hausse du nombre d'entreprises de 150 % et de 110 % de la valeur des placements. Au total, entre 1983 et 1985, huit entreprises ont sollicité du public par émissions d'actions des fonds atteignant 111,300 M$ (10). Toutes ces entreprises en étaient à leur première émission et la part des entreprises de communication intermédiaires représente 68,7 % des fonds.

8. Voir à ce sujet, Serge Saucier, La Commission québécoise sur la capitalisation des entreprises, pp. 20-21.
9. Voir à ce sujet, Martin Martin, Le Régime d'épargne-actions du Québec. Sept ans plus tard, p. 6.
10. Voir les tableaux 3 et 3a.

Tableau 3

EMISSION D'ACTIONS DES ENTREPRISES DE COMMUNICATION
ADMISSIBLES AU REAQ 1983-1986

Entreprises	Taille	Date du visa	Catégorie de titre	Taux de déduction %	Nombre de titres émis N	prix unitaire $	Produit brut (000'$)	% place au Québec	Bénéfice par action
CFCF inc.									
émission 1	Int.	1985-05-31	Sub.	75	3 200 000	13,75	44 000	48,8	0,98
Cogeco									
émission 1	Dév.	1985-11-08	Sub.	100	1 100 000	7,50	8 250	100,0	0,49
émission 2	Dév.	1986-06-12	Sub.	75	1 000 000	9,00	9 000	(nd)	0,33
Communications RadioMutuel									
émission 1	Dév.	1985-09-03	Sub.	100	2 400 000	5,00	12 000	100,0	0,48
émission 2	Dév.	1986-04-24	Sub.	75	1 000 000	8,50	8 500	(nd)	--
Groupe Trans continental GTC									
émission 1	Dév.	1984-10-29	Ord.	150	1 143 000	8,75	10 001	100,0	0,66
émission 2	Int.	1986-06-20	Ord.	75	1 700 000	12,87	21 887	(nd)	0,44
Groupe Vidéotron									
émission 1	Int.	1985-11-01	Sub.	75	3 000 000	7,75	23 250	100,0	0,41
émission 2	Int.	1986-10-01	Sub.	50	2 700 000	17,00	45 900	(nd)	0,50
Premier Choix-TVEC									
émission 1	Dév.	1985-11-06	Ord.	150	900 000	5,00	4 500	100,0	(11,74)
Québecor									
émission 1	Int.	1983-06-09	Ord.	100	500 000	26,00	13 000	67,4	3,22
émission 2	Int.	1986-10-09	Sub.	50	3 000 000	14,25	42 750	(nd)	0,92
TéléCapitale									
émission 1	Int.	1984-12-11	Sub.	100	4 600 000	5,00	23 000	100,0	0,64
Télémedia									
émission 1	Int.	1986-10-24	Sub.	50	2 125 000	8,00	17 000	(nd)	0,16

Source : Compilation de Luc Lavoie, Commission des valeurs mobilières du Québec

. Seule la portion placée au Québec est admissible au REAQ.

. nd : non-disponible

Tableau 3a

VENTILATION DES VALEURS DES PLACEMENTS DES ENTREPRISES
DE COMMUNICATION ADMISSIBLES AU REAQ 1983-1986

Entreprises	1983	1984	1985	1986
Entreprises intermédiaires (000 $)				
CFCF inc.	--	--	21 500	--
Groupe Transcontinental GTC	--	10 000	--	--
Groupe Vidéotron	--	--	23 250	45 900
Québecor	8 800	--	--	42 800
TéléCapitale	--	23 000	--	--
Télémedia	--	--	--	17 000
Entreprises en développement (000 $)				
Cogeco	--	--	8 250	9 000
Communications RadioMutuel	--	--	12 000	8 500
Premier Choix-TVEC	--	--	4 500	--
Total (000 $)	8 800	33 000	69 500	145 100

Note : La portion des actions placées au Québec est la seule admissible au REAQ.

La portion des actions vendues au Québec lors des émissions de 1986 n'était pas encore déterminée au moment de la confection du tableau

Québecor avait fait en 1983 une émission totale de 13 M$

CFCF inc. avait fait en 1985 une émission globale de 44 M$

L'année 1986 semble être une année de croisière pour ces entreprises, puisque la valeur des placements faits par six d'entre elles s'élève à 145 M$ ce qui représente 7,4 % de la valeur de l'ensemble des placements effectués par les entreprises québécoises dans tous les secteurs de l'économie. Mais la portion placée au Québec, la seule admissible au régime, n'est pas encore déterminée. Rien ne permet de dire que toutes les actions seront vendues au Québec. Lors de leur première émission admissible, CFCF inc. en 1985 et Québecor en 1983 avaient placé au Québec, respectivement 48,8 % et 67,4 % de la valeur totale de leurs placements*.

En 1985, la valeur nette des placements réalisés par les entreprises de communication ne représente que 5,4 % de la valeur de l'ensemble des placements admissibles effectués par les sociétés québécoises au cours de cette année (1 273,0 milliard de dollars). Parmi les neuf entreprises de communication admissibles entre 1983 et 1986, six sont classées intermédiaires, soit CFCF inc., le groupe transcontinental GTC, le groupe Vidéotron, Québecor, TéléCapitale et Télémédia. Les trois autres étaient des sociétés en développement, Communications RadioMutuel, Cogeco et Premier Choix-TVEC.

Malgré les avantages offerts par le régime aux compagnies intermédiaires et à celles en voie de développement (taux de déduction élevé des titres admissibles, de 100 % à 150 % en 1985; subvention d'accès à la Bourse),on constate que la représentativité des entreprises de communication dans le REAQ est encore relativement faible tant par le nombre que par la valeur annuelle des placements. On peut expliquer cette faiblesse par plusieurs facteurs, soit la taille des actifs de la plupart de ces compagnies, les coûts élevés d'une première émission et les critères de sélection de la Bourse.

En regard des sociétés en voie de développement, certains analystes ne prévoient pas, annuellement, plus que 20 nouvelles compagnies qui peuvent recourir à l'épargne public 11. Les PME sont encore réticentes pour la plupart et les raisons de cette réticence sont les coûts élevés d'une première émission et les critères d'admissibilité à la cote de la Bourse, de Montréal qui sont stricts et très sélectifs. En effet, pour être cotée à la Bourse, une entreprise doit avoir une rentabilité supérieure à la moyenne. Elle doit maintenir un équilibre entre son niveau d'endettement et son capital-actions. Elle doit aussi avoir une bonne perspective de croissance et une bonne gestion.

---

11. Jean Béliveau, "Pas plus d'une vingtaine de PME par année sont susceptibles de réaliser un financement public", Le Devoir, 20 octobre 1984.

* La valeur de l'ensemble des placements admissibles au REAQ s'établit à 1 960,0 milliards de dollars en 1986.
Source : Les Affaires, 17 janvier 1987.

Toutefois, la performance du secteur des communications dans le REAQ est appréciable. Les actions admissibles des entreprises du secteur affichent au cours des années 1984 et 1985 un rendement des plus intéressants.

En effet, les actions émises dans le cadre du REAQ par l'ensemble des secteurs économiques avaient enregistré pour les mêmes périodes un taux de rendement moyen de 42,43 %. Pour les huit premiers mois de l'année 1986, les sociétés admissibles qui ont atteint les taux de rendement les plus élevés se retrouvent dans les trois secteurs suivants : la construction et l'immobilier, les communications et les pâtes et papiers et autres produits forestiers. Les taux de rendement atteignaient respectivement 126,35, 52,94 et 52,93 %. Ces secteurs économiques sont en effet les seuls où le rendement dépasse le taux moyen enregistré par l'ensemble des secteurs en 1984 et 1985. Dans le secteur des communications, c'est le groupe Vidéotron qui a le rendement le plus élevé avec une plus-value de 160,8 %. Viennent ensuite le groupe Transcontinental GTC avec une plus-value de 70,8 %; Premier Choix-TVEC avec 64,8 % et Communications RadioMutuel avec 58,9 %. Il faut de plus souligner que le secteur des communications et celui de la construction sont les seuls à n'avoir pas connu de contre-performance (12).

12. Henri, Jacques, "Le meilleur rendement au secteur dans les sociétés admissibles au REAQ en 1984 et en 1985", Les Affaires, 13 septembre 1986, pp. 46-47.

Chapitre 3 Les avantages et les coûts financiers du REAQ pour les entreprises de communication

Le régime d'épargne-actions a certes joué un rôle important dans la capitalisation des entreprises de communication comme d'ailleurs dans les autres compagnies. Cependant, malgré ses avantages financiers, l'entreprise doit engager divers frais inhérents à ce type de financement. L'objet de ce chapitre est de faire une analyse rapide des avantages et des coûts du régime pour les entreprises admissibles.

3.1 Les avantages financiers du REAQ

Le REAQ constitue d'abord un stimulant financier pour l'entreprise. Il stimule les entreprises en croissance à aller chercher du financement sans trop de risque sur les marchés publics des actions. Or, l'un des grands avantages du financement par action est de permettre aux entreprises d'obtenir les fonds nécessaires à leur croissance d'une manière plus autonome en regard des institutions financières prêteuses et des fluctuations des taux d'intérêt.

Par ailleurs, les marchés des actions offrent aux entreprises une liquidité pour leurs placements et leur apportent une plus-value intéressante. En effet, le produit net d'une émission d'actions admissibles au REAQ peut être utilisé à plusieurs fins. Il peut servir soit à financer de nouveaux investissements dans le cadre d'une expansion, soit à rééquilibrer le fonds de roulement ou à racheter des actions privilégiées des filiales ou d'autres entreprises afin d'en prendre le contrôle. Les revenus nets d'un financement public peuvent aussi servir à réduire en partie le rapport dette/équité, donc au remboursement des dettes à long terme. Enfin, l'entreprise peut utiliser le produit net de ses actions pour avoir plus de liquidité ou une capitalisation plus forte dans le but de prendre de l'expansion à court et à moyen terme au Québec ou à l'étranger.

En effet, les émissions d'actions éligibles au REAQ ont aidé plusieurs entreprises de communication à financer leurs transactions. A titre d'exemple, Cogeco, qui oeuvre dans les secteurs de la câblodistribution et de la télévision, a effectué en 1985 et en 1986 deux émissions publiques d'actions dans le cadre du REAQ. Celles-ci ont rapporté 17,2 M$ dans les coffres de la compagnie. La première émission de 1,1 million d'actions déductible à 100 % a été faite le 8 novembre 1985 à 7,50 $ l'action. Cette première émission a rapporté 8,2 M$ à la compagnie. La deuxième émission, déductible à 75 %, a été complétée le 12 juin 1986 pour 1 million d'actions subalternes à 9,00 $ l'action. Cette deuxième émission a rapporté à la compagnie un montant de 9 M$. Cogeco entendait employer le produit net de ces deux émissions pour acquérir et remplacer des éléments d'actifs, pour étendre ses activités de télévision par câble à d'autres territoires et pour rembourser une dette bancaire de l'ordre de 3,4 M$. La

compagnie espère ainsi accélérer sa croissance dans son secteur d'activités en utilisant davantage ses fonds propres.

D'ailleurs, Cogeco a fait l'acquisition de la station de radio CFGL à Montréal pour un montant de 26 M$ ainsi que l'acquisition de petites compagnies de câble. Cogeco a aussi investi 7,3 M$ en 1986 pour la mise en onde de deux nouvelles stations de télévision, à savoir CFKM-TV de Trois-Rivières et CFKS-TV de Sherbrooke.

Les avantages financiers du REAQ se reflètent également dans les transactions récentes du groupe Vidéotron. La compagnie a procédé à une première émission d'actions dans le cadre du REAQ en novembre 1985, soit 3,0 millions d'actions subalternes au prix de 7,75 $ l'action. Cette émission lui a rapporté un produit net de 23,2 M$. Vidéotron a utilisé ces fonds de la façon suivante :

-4 732 335 $ pour racheter la totalité des actions privilégiées série A de sa filiale Vidéotron ltée détenues par le public;

-7 010 000 $ pour rembourser la totalité des dettes à long terme à taux variables du groupe Vidéotron;

-9 845 665 $ jusqu'à un maximum de 12 000 000 $ pour réduire les dettes.

Au total la compagnie a remboursé des dettes d'un montant de 19 M$ au cours du dernier trimestre. Ces remboursements ont fait passer le ratio de dette à long terme sur l'avoir des actionnaires de 0,86 à 0,75 deux mois après l'émission.

De plus, avec les fonds que rapporte une deuxième émission d'actions, Vidéotron peut financer l'achat ou la prise de contrôle d'une autre entreprise sans avoir besoin de recourir à l'endettement. Ainsi, par exemple, le groupe Vidéotron vient d'acquérir récemment Télé-Métropole pour la somme de 134,1 M$. Le groupe paiera l'achat des actions de Télé-Métropole en utilisant, en partie, les recettes de sa dernière émission d'actions subalternes éligibles au REAQ de septembre 1986 et qui lui avait rapporté la somme de 45,9 M$.

Pour acquitter la différence, Vidéotron envisage de procéder éventuellement à une nouvelle émission d'actions dans le cadre du REAQ d'une valeur de l'ordre de 50 M$ au printemps prochain. Seulement 25 % de la facture de la prise de contrôle de Télé-Métropole sera affectée par la dette. Par ailleurs, Vidéotron avait, au moment de l'émission de septembre 1986, un rapport dette/équité de 44,3 %. La compagnie a décidé d'utiliser également les revenus nets de cette émission pour rembourser en partie ses dettes à long terme. Le pourcentage de la dette a été ainsi abaissé aux alentours de 40 %.

Le groupe a également des projets d'expansion en France tels l'installation de la télévision par câble dans une trentaine de municipalités françaises. Ces projets seront vraisemblablement financés aussi en partie par une nouvelle émission publique d'actions REAQ (13).

En somme, le financement au moyen de l'épargne publique a pour principal effet d'abaisser le ratio dettes/fonds propres de la compagnie en plus de lui fournir une partie des capitaux nécessaires à son expansion.

En ce qui concerne la propriété, le financement sur le marché des actions a l'avantage de rendre l'entreprise publique au lieu d'être une propriété privée. Ce faisant, le risque ainsi que la propriété de l'entreprise sont partagés par tous les actionnaires au lieu d'être supportés par un seul propriétaire. Le financement public occasionne un pourcentage de contrôle inférieur aux principaux actionnaires, d'où la possibilité de prise de contrôle de la société par une offre publique d'achat.

En outre, le REAQ permet à une entreprise admissible d'avoir accès à la Bourse, particulièrement à celle de Montréal. Or, une entreprise dont les actions sont bien cotées à la Bourse n'a pas de difficultés à effectuer de nouvelles émissions d'actions. La bonne cote des actions d'une société donne plus de visibilité et une image sérieuse à l'entreprise. Ses titres sont plus souvent en demande, d'où le succès des actions admissibles au REAQ de la majorité des entreprises de communication.

Le REAQ a aussi suscité l'intérêt des investisseurs québécois pour les titres émis par des entreprises de taille moyenne. Les déductions fiscales offertes par le REAQ sont plus élevées pour ces types d'actions par rapport aux grandes compagnies.

Enfin, le REAQ a permis au gouvernement d'agir directement sur la demande des actions ce qui favorise les entreprises québécoises dans le marché boursier.

3.2 Les coûts financiers d'une première émission d'actions admissibles

Les coûts d'une première émission d'actions admissibles au REAQ sont dans certains cas si élevés que très peu de petites entreprises sont capables d'utiliser cette source de financement. Il y a en fait un prix à payer pour avoir accès au financement public. En dehors des exigences propres de la Bourse, les coûts d'entrée pour une entreprise sur le marché public comprennent:

13. Le Devoir, 2 décembre 1986, p.9.
La Presse, 27 août 1986, p. D1.

-les coûts directs, c'est-à-dire les coûts supportés par l'entreprise pour la préparation du prospectus final et pour la rémunération des courtiers en valeurs mobilières qui sont preneurs ferme de nouvelles actions. Il y a aussi des frais d'avocats, des frais pour les services comptables, des frais souvent élevés pour une campagne publicitaire. Une telle campagne publicitaire est importante pour bien positionner le produit au moment d'entrer à la Bourse et aussi pour susciter l'intérêt des futurs investisseurs. Par exemple, la rémunération ferme versée à un courtier en valeurs mobilières peut à elle seule représenter entre 60 % et 85 % des coûts totaux d'une première émission d'actions admissibles au REAQ. La rémunération par action peut varier entre 0,20 $ et 0,50 $ selon le nombre, le type d'actions et la valeur d'une action;

-le coût réel : lors d'un premier appel à l'épargne publique, l'entreprise est méconnue des investisseurs. Ceux-ci sont assez hésitants et, de son côté, le courtier en valeurs mobilières, preneur ferme, doit bien faire paraître l'entreprise. Ainsi, les premières émissions d'actions admissibles au REAQ sont souvent offertes sur le marché à un prix légèrement inférieur à leur véritable valeur afin de favoriser une vente plus rapide de ces titres. Il s'agit en fait d'un "escompte" à l'acheteur.

Inversement, de 1983 à 1985, la demande auprès des investisseurs pour des titres REAQ était si forte que certaines entreprises ont émis des actions à des coûts plus élevés par rapport aux bénéfices par action que leurs concurrents non admissibles au REAQ. On parlait à cette époque de "prime" causée par la popularité de ces placements.

Mais, depuis le début de l'année 1987, la baisse de popularité du REAQ n'offre plus la possibilité aux entreprises admissibles de vendre leurs actions à "prime", mais bien à escompte. L'aspect spéculatif, voire euphorique du REAQ, semble toucher à sa fin.

Le coût d'entrée sur le marché public pour une entreprise est donc la somme de ces deux catégories de coûts. Mentionnons aussi que le coût d'une première émission d'actions est plus élevé que celui des émissions subséquentes en raison de la quantité et de la qualité de l'information à recueillir sur l'entreprise et qui n'est pas toujours disponible au début. En effet, le prospectus exigé par la Commission des valeurs mobilières peut être moins étoffé lors d'une deuxième émission.

Le tableau 4 illustre les coûts occasionnés par une première émission de titres admissibles au REAQ pour six de nos entreprises de communication, en 1984 et en 1985, pour lesquelles les chiffres sont disponibles (14).

L'analyse de ces données permet de constater que les coûts financiers totaux * supportés par ces entreprises, lors d'un premier appel à l'épargne publique, varient entre 7 et 13 % de la valeur brute du placement.

La part de la rémunération des courtiers preneurs ferme des titres représente à elle seule entre 60 % et 85 % des coûts totaux. La plupart des maisons de courtage demande entre 0,30 $ et 0,50 $ l'action pour devenir preneur ferme des titres. Le coût total par action varie entre 0,35 $ et 0,75 $.

Par exemple, en octobre 1984, le groupe Transcontinental GTC a procédé à une première émission de 1 143 000 actions ordinaires d'une valeur brute de 10 M$ au prix de 8,75 $ l'action. La compagnie a déboursé pour ce placement la somme totale de 839 000 $ dont 664 000 $ en rémunération au courtier preneur ferme et 175 000 $ pour les autres frais. En pourcentage, les coûts de l'émission représentent 8,3 % de la valeur brute du placement. La part de la rémunération versée au courtier représente 79,0 % des dépenses. Le coût total par action supporté par la compagnie s'élève donc à 0,73 $ et la rémunération du courtier preneur ferme à 0,58 $ l'action.

De son côté, TéléCapitale, a effectué au cours de la même année une émission de 4 600 000 actions subalternes A pour une valeur brute de 23 M$ au prix de 5,00 $ l'action. Ce premier appel à l'épargne publique a coûté à la compagnie au total 1 770 000 $ dont 1 380 000 $ en rémunération et 390 000 $ pour les autres frais. En pourcentage, les coûts représentent 7,6 % de la valeur brute du placement. Et la rémunération du preneur ferme gruge 78,0 % des coûts totaux. Le coût total par action s'établit à 0,38 $ et la rémunération du courtier preneur ferme à 0,30 $ l'action.

En 1985, le groupe Vidéotron a effectué une première émission de 3 000 000 d'actions subalternes admissibles au REAQ d'une valeur brute de 23 250 000 $ au prix de 7,75 $ l'action. Les coûts de l'émission atteignent la somme de 1 662 000 $ dont 1 347 000 $ pour la rémunération du courtier preneur ferme et 315 000 $ pour les autres frais. En pourcentage, les coûts représentent 7,0 % de la valeur brute du placement et la rémunération du courtier, 81,0 % des dépenses totales de la compagnie. Par action, les coûts s'établissent à 0,55 $ et la rémunération du courtier preneur ferme à 0,44 $.

---

14. Voir le tableau 4.

* Les coûts financiers totaux comprennent la rémunération des courtiers preneurs ferme et les autres frais.

Tableau 4

COUTS OCCASIONNES PAR UNE PREMIERE EMISSION D'ACTIONS
DES ENTREPRISES DE COMMUNICATION EN 1984 ET EN 1985

Entreprises	Actions émises	Prix ($)	Valeur brute du placement (000 $)	Taux de déduction REAQ (%)	Frais de courtage (000 $)	autres frais (000 $)	CT (000 $)	Cout/valeur de placement (%)
Cogeco Ord. A	1 100 000	7,00	8 250	100	532	230	762	9,2
Communications RadioMutuel Sub.	2 400 000	5,00	12 000	100	780	220	1 000	8,3
Groupe Transcontinental GTC Ord.	1 143 000	8,75	10 001	150	664	175	839	8,4
Groupe Vidéotron Sub.	3 000 000	7,75	23 250	75	1 347	315	1 662	7,1
Premier Choix-TVEC Ord.	900 000	5,00	4 500	150	360	225	585	13,0
TéléCapitale Sub.	4 600 000	5,00	23 000	100	1 380	390	1 770	7,6

Source : Commission des valeurs mobilières du Québec
Bulletin de Statistiques, vol. VII, no 2, 1984 et vol. VIII, no 2, 1985

Parmi toutes les entreprises de communication qui ont procédé à un premier appel à l'épargne publique en 1984 et en 1985, on observe que Premier Choix-TVEC est celle qui, en termes relatifs, a supporté les coûts les plus élevés par rapport à la valeur brute de son placement. En effet, pour une émission de 900 000 actions ordinaires admissibles au REAQ effectuée en novembre 1985 et représentant une valeur brute de 4 500 000 $, la compagnie a déboursé 585 000 $ dont 360 000 $ pour la rémunération du courtier. En pourcentage, les dépenses représentent 13 % de la valeur brute du placement, soit le pourcentage le plus élevé. La part de la rémunération que le courtier réclame est de 61,5 % des coûts totaux. Donc, par action, la compagnie a payé 0,65 $ en dépenses d'émissions dont 0,40 $ en rémunération au courtier preneur ferme.

Toutefois, Premier Choix-TVEC et Transcontinental GTC ont profité du programme d'accès à la Bourse pour absorber une partie de leurs coûts d'émission. Chacune des deux compagnies a obtenu du programme une subvention de 400 000 $. Ce qui leur permettait ainsi de réduire les coûts réels de leur première émission au niveau le plus bas par rapport aux dépenses d'émissions supportées par les autres entreprises de communication. Grâce à la subvention, les coûts réels de l'émission de Transcontinental GTC ont été ramenés à 439 000 $ et ceux de Premier Choix-TVEC à 185 000 $.

Chapitre 4 L'impact financier du REAQ pour le gouvernement du Québec

À mesure que le régime croît en popularité, le coût pour l'État augmente sans cesse d'une année à l'autre. Et le gouvernement envisage déjà d'importantes réformes pour alléger son fardeau dans les prochaines années.

Ce chapitre fera une analyse des exonérations fiscales du régime et des divers correctifs qui y sont apportés en vue d'une diminution du coût.

4.1 Les coûts fiscaux estimés du régime dans le secteur des communications *

De 1983 à 1985, le coût du REAQ pour le gouvernement dans le secteur des communications est estimé à environ 20 M$ dont la moitié a été supporté en 1985. Le coût fiscal s'est donc accru durant les trois années de 333 %, passant de 2 267 M$ en 1983 à 9 829 M$ en 1985. En 1985, le coût supporté par le gouvernement pour les placements des sociétés de communication représentait 5,4 % du coût total du régime pour l'ensemble des sociétés québécoises admissibles.

La valeur estimée des déductions fiscales des contribuables du secteur des communications à l'égard du régime a atteint en 1985, 32 400 M$ par rapport à 23 527 M$ en 1984, soit une hausse de 37,7 %. Et le coût estimé du régime attribuable à ces déductions s'est élevé à 9 720 M$ comparativement à 6 869 M$ en 1984, soit une progression de 41,5 %. Pour l'ensemble des contribuables admissibles et qui avaient acheté les actions des soçiétés de toute catégorie, la hausse du coût du régime supportée par l'Etat était de 20,5 % pour la même période.

Le nombre de bénéficiaires du régime qui avaient acheté des actions admissibles des entreprises de communication est estimé à 1 735 en 1983, 5 589 en 1984 et à 8 191 en 1985.

Le nombre de réclamants en 1985 représentait 5,4 % du total des réclamants du REAQ. En moyenne, les déductions fiscales s'établissaient à 4 490 $ en 1983, 4 215$ en 1984 et 4 000 $ en 1985.

En comparant le coût du régime à la valeur brute des placements REAQ durant les années 1983-1985, nous constatons que, pour canaliser vers les coffres des entreprises de communication la somme de 111 300 M$, le gouvernement a déboursé en réduction d'impôt aux contribuables dans le cadre du REAQ 18 975 M$, ce qui représente 17,05 % des placements des entreprises de communication durant ces périodes.

* Les estimés sont faits d'après les principales données relatives au REAQ et qui sont fournies par la Commission des valeurs mobilières du Québec.

Source : Martin Martin, Le Régime d'épargne-actions du Québec. Sept ans plus tard, pp. 16-17.

Dans la mesure où cette somme de 111 300 M$ est utilisée pour l'expansion des entreprises admissibles ou pour le rééquilibre de leur financement, on peut dire que le régime constitue un intéressant apport de capitaux à la croissance des entreprises de communication et à l'économie du Québec. Le coût du régime pour le gouvernement est plus visible que son impact économique par rapport à la création ou au maintien d'emplois dans le secteur. Cet apport de capitaux permettant aux entreprises d'être plus équilibrées financièrement provoque chez celles-ci une croissance plus rapide, donc des revenus supérieurs. Ces revenus plus élevés seront taxés en conséquence par le gouvernement. On peut ainsi conclure que le REAQ, par la croissance qu'il génère pour les entreprises admissibles, permet également au gouvernement du Québec d'obtenir des revenus d'impôts plus élevés. Un tel mécanisme réduit les coûts réels du régime pour l'État.

4.2 Le coût du programme d'accès à la Bourse

Ce programme a été créé en 1983 pour faciliter l'entrée d'une PME sur le marché de l'épargne publique et est géré par la Société de développement industriel (SDI). La subvention offerte à une entreprise dans le cadre du programme ne peut dépasser un maximum de 400 000 $ et elle doit servir à financer une partie des coûts d'une première émission d'actions admissibles au REAQ.

Parmi les entreprises de communication étudiées, deux ont bénéficié du programme en 1984-1986. Il s'agit du groupe Transcontinental GTC qui a reçu en 1984 une subvention de 400 000 $ pour procéder à une première émission d'actions ordinaires d'une valeur de 10 M$ et de Premier Choix-TVEC qui, au cours de l'année 1986, a obtenu une subvention identique pour couvrir une partie des frais d'une première émission d'environ de 4,5 M$. Au total, dans le cadre du programme d'accès à la Bourse, deux entreprises de communication ont retiré 800 000 $ du programme.

Ainsi, si l'on ajoute cette somme au coût du REAQ, c'est près de 20 M$ que le gouvernement québécois aurait payé dans le cadre du régime de 1983-1985 pour inciter les épargnants québécois à investir dans les actions des sociétés de communication et aussi pour encourager ces entreprises à se financer davantage sur le marché public.

4.3 Une diminution du manque à gagner du gouvernement est-elle possible à court terme?

Le manque à gagner du gouvernement occasionné par le REAQ a progressé continuellement et suscite actuellement beaucoup de questions quant à l'avenir du REAQ. En effet, globalement, durant les sept années de son existence (1979-1985), le coût fiscal du régime s'est élevé à

606 M$. Le taux de progression a été de 1 124 %, passant en volume de 14,7 M$ en 1979 à 180 M$ en 1985. Annuellement, le coût du régime a progressé en moyenne de 160 %. Les années qui ont connu les plus fortes hausses ont été 1980 avec 111 % et 1983 avec une hausse de 165 % par rapport à l'année antérieure.

Dans les milieux gouvernementaux, la question fondamentale est : peut-on faire pour diminuer les coûts du régime tout en préservant les objectifs?

Il y a dans la pratique du REAQ plusieurs choses qui irritent le ministère des Finances et celui du Revenu. Le 11 décembre dernier, le ministère des Finances a annoncé une série de mesures visant à modifier une fois de plus les règles de fonctionnement du REAQ. Certaines de ces mesures touchent directement les investisseurs tandis que d'autres, plus techniques, s'adressent plutôt aux corporations émettrices d'actions.

Il y a d'abord le cas de la déduction maximale admissible des contribuables où, contrairement aux années antérieures, le plafond de la déduction qu'un contribuable pourra réclamer, à partir de 1987, au titre du REAQ, est abaissé à 10 % de son revenu total jusqu'à concurrence de 5 500 $.

De même, les actions des grandes corporations (dont l'actif s'élève à plus de 250 M$) ne donneront droit qu'à une déduction de 50 %. Et la déduction maximale qu'un contribuable pourra réclamer à l'égard des actions de telles corporations est limitée à 1 000 $.

Il y a aussi la question de la très grande popularité des émissions d'actions subalternes à l'encontre des actions ordinaires à plein droit de vote. Ainsi, la déduction admissible pour les actions subalternes est abaissée à 50 % dans certains cas, même pour les compagnies en développement, et ces actions sont aussi assujetties au plafond de 1 000 $ comme pour les grandes sociétés. Les avantages fiscaux rattachés aux actions subalternes seront donc moins intéressants. Une autre question consiste à savoir si les entreprises intermédiaires ayant un actif de 25 M$ et plus ont encore vraiment besoin du REAQ pour procéder à une émission d'actions? Par les nouvelles mesures, le gouvernement vient de mettre dans la catégorie des grandes compagnies toutes les sociétés dont l'actif est de 250 M$ ou plus. On constate donc que le gouvernement regarde plutôt la taille des entreprises qui offrent les actions.

Enfin, il y a les cas d'expansion hors Québec d'entreprises admissibles : faut-il continuer à soutenir ce genre d'entreprises? En effet, plusieurs entreprises pensent de plus en plus à utiliser une partie importante de leur émission pour prendre de l'expansion à l'extérieur du Québec, soit dans d'autres provinces, soit en France ou aux Etats-Unis. Dans le milieu gouvernemental, on se demande

actuellement s'il est pertinent de supporter un coût fiscal pour aider des entreprises québécoises à investir et à créer des emplois à l'étranger (15).

Mais doit-on financer essentiellement des entreprises qui ont des activités seulement au Québec? De même, peut-on imposer des restrictions au REAQ sans freiner la croissance des compagnies comme Vidéotron, Québecor, etc.?

Quoiqu'il en soit, le REAQ a permis de renforcer la structure financière des entreprises québécoises en leur offrant une source de financement autre que l'endettement. Il semble important pour l'économie que ces entreprises prennent de l'expansion aussi bien à l'étranger qu'ici, en raison de la taille restreinte du marché québécois. D'ailleurs, les activités à l'étranger, dans la mesure où l'entreprise reste sous le contrôle des Québécois, permettraient de ramener au Québec des revenus additionnels et des dividendes.

Dans le contexte actuel, il paraît difficile de diminuer rapidement le coût du régime autrement que par les moyens traditionnels, c'est-à-dire baisser les taux de déduction et le montant admissible en déduction fiscale. Dans la mesure où les abris fiscaux concurrents (actions accréditives, par exemple) sont de plus en plus populaires, une baisse des taux de déduction pourrait rendre les actions éligibles au REAQ plus difficiles à vendre. Le gouvernement prévoit ramener son manque à gagner aux alentours de 100 M$ dès cette année comparativement à 180 M$ en 1985. Le REAQ est non seulement un stimulant pour les épargnants québécois qui investissent dans le capital de risque mais il s'avère aussi un facteur de croissance et d'expansion pour les entreprises grâce au capital qu'il leur apporte pour leur financement.

15. "Le Point sur le REA avec M. Michel Gratton, ministre du Revenu", Journal des Affaires, 20 septembre 1986, pp. 2-3.

Conclusion

Cette étude, quoique brève, est à notre connaissance, le premier essai d'évaluation de l'impact du REAQ sur la capitalisation des entreprises québécoises de communication. Comme dans le cas de toute analyse sectorielle partielle, nous sommes conscients des lacunes qu'elle comporte dans les statistiques utilisées concernant notamment : le nombre d'épargnants au Québec dans le secteur étudié, le manque à gagner pour le gouvernement et l'utilisation exacte des fonds propres REAQ par les entreprises. Cependant, malgré ces lacunes, l'étude a permis de mettre en lumière un certain nombre d'éléments du REAQ qui nous semblent importants aussi bien pour les entreprises émettrices dans l'élaboration de leur plan de financement que pour les épargnants dans le choix de leurs actions admissibles. Elle renferme également des renseignements que nous croyons utiles aux organismes gouvernementaux et aux ministères qui sont engagés dans les communications.

En résumé, nous dégageons de cette étude six observations pertinentes en regard du REAQ et desentreprises de communication admissibles :

1. Au cours de la période 1983-1986, le REAQ a permis d'injecter des fonds propres totaux de plus de 250 M$ de dollars dans les coffres des neuf entreprises de communication répertoriées. Toutes ces entreprises sont des entreprises intermédiaires (actif de 25 M$ à 250 M$) et en voie de développement (actif de 2 M$ à 25 M$). Sur ce plan, le REAQ a donc atteint l'un de ses objectifs essentiels, soit d'accroître la capitalisation des PME qui n'avaient pas encore fait leurs preuves sur les marchés boursiers;

2. Dans le secteur des communications, ce sont surtout les entreprises intermédiaires qui ont le plus profité des taux de déduction élevés du régime en 1985. Ces entreprises ont reçu 64,3 % des fonds générés. Cela s'explique par deux facteurs, soit le coût élevé d'une première émission pour une petite entreprise et les critères d'accès à la Bourse de Montréal qui sont très sélectifs en regard des entreprises admissibles. Les entreprises intermédiaires sont donc en meilleure position pour entrer sur le marché par rapport à celles qui sont en voie de développement;

3. La valeur totale des placements admissibles des entreprises de communication est relativement faible par rapport à l'ensemble des placements des sociétés québécoises admissibles. Elle représentait 4,6 % en 1984, 5,4 % en 1985 et 9,3 % en 1986;

4. Les entreprises de communication ont manifesté une préférence pour les actions subalternes à droit de vote partiel par rapport aux actions ordinaires. En 1985, 80% des entreprises émettrices avaient choisi cette option. Ce pourcentage nous indique que les propriétaires veulent garder le contrôle de leur entreprise;

5. Les entreprises intermédiaires de communication consacrent de 30 % à 40 % des fonds propres REAQ à l'acquisition de filiales et au remboursement de dettes tandis que celles en voie de développement consacrent de 35 % à 50 % des sommes recueillies aux immobilisations et au fonds de roulement. Cette répartition des fonds REAQ démontre que les entreprises de communication admissibles cherchent à avoir une structure financière plus forte et une plus grande autonomie par l'intermédiaire du programme;

6. Le taux d'endettement de la majorité des entreprises de communication admissibles au REAQ a diminué après le financement public. En effet, le coefficient d'endettement calculé selon le passif total X 100/ actif total a diminué entre 1983 et 1986 pour sept des neuf entreprises étudiées au tableau 2. Parmi celles-ci, CFCF inc. a abaissé son coefficient durant cette période de 84,1 à 49,90; le groupe Transcontinental GTC l'a diminué de 82,6 à 51,5; de même, le groupe Vidéotron et Communications RadioMutuel ont vu leur coefficient d'endettement passer respectivement de 90,8 en 1983 à 77,5 en 1986 et de 122,8 à 9,9 pour la période étudiée. Cogeco et TéléCapitale ont aussi connu une baisse de leur taux de 81,6 en 1983 à 27,41 en 1986 dans le premier cas et de 104,3 en 1983 à 55,0 dans le deuxième cas.

Enfin, malgré ses imperfections et les nouvelles restrictions apportées récemment par le gouvernement (baisse du plancher de la déduction à 5 500 $ par année ou 10 % du revenu et à 1 000 $ pour les actions des grandes entreprises), le REAQ, dans l'ensemble, demeure un stimulant fiscal et financier intéressant autant pour les entreprises que pour les épargnants qui contribuent à leur financement. Dans la mesure où les fonds REAQ sont utilisés aux fins de la croissance et de la consolidation du financement des entreprises à moyen et à long terme, on peut dire que le programme constitue un apport de capitaux importants au développement de nos entreprises de communication et aux entreprises québécoises admissibles en général. Le REAQ est une alternative à l'endettement et il faut inciter les entreprises des communicationsà utiliser davantage ce programme pendant qu'il en est encore temps.

Bibliographie

BÉRUBÉ, Gérard, Le guide des compagnies québécoises inscrites en Bourse, Québec, Bibliothèque Finance, 1986.

CAUCHON, Paul et Durivage, Paul, "Vidéotron financerait l'acquisition de Télé-Métropole par une deuxième émission d'actions", Le Devoir, 2 décembre 1986, p.9.

Commission des valeurs mobilières du Québec, Bulletin de statistiques, juillet-décembre 1984, vol. VII, n° 2 et juillet-décembre 1985, vol. VIII, n° 2.

HAINS, André, "Québec envisage des réformes profondes au REAQ", Le point avec Michel Gratton, Ministre du Revenu. Les Affaires, 20 septembre 1986, pp. 2-3.

HENRI, Jacques, "Le meilleur rendement au secteur dans les sociétés admissibles au REAQ en 1984 et en 1985", Les Affaires, 13 septembre 1986, pp. 46-47.

MARTIN, Martin, Le Régime d'épargne-actions du Québec. Mise à jour et synthèse des principales données pour les années 1979 à 1984, Montréal, Commission des valeurs mobilières du Québec, juin 1985.

MARTIN, Martin, Le Régime d'éparne-actions du Québec. Un programme unique en Amérique, Montréal, Commission des valeurs mobilières du Québec, juin 1984.

MARTIN, Martin, Le Régime d'épargne-actions du Québec. Sept ans plus tard, Montréal, Commission des valeurs mobilières du Québec, aouût 1986.

MARTIN, Martin, L'actionnariat au Québec en 1985, Montréal, Commission des valeurs mobilières du Québec, août 1985, 1986 et mai 1986.

Ministère des Finances du Québec, Discours sur le budget 1979-1980, Québec, 27 mars 1979.

Ministère des Finances du Québec, Discours sur le budget 1983-1984, Québec, 10 mai 1983.

Ministère des Finances du Québec, Discours sur le budget 1984-1985, Québec, mai 1984.

Ministère des Finances du Québec, Discours sur le budget 1985-1986, Québec, 23 avril 1985.

Ministère des Finances du Québec, Discours sur le budget 1986-1987, Québec, mai 1986.

Ministère du Revenu du Québec, Le Régime d'épargne-actions du Québec et la fiscalité, Québec, octobre 1985.

SAINT-PIERRE, Jacques, "Le coût en capital", Précis de Finance, Chicoutimi, Gaétan Morin éditeur, 1980.

SAUCIER, Serge, La Commission québécoise sur la capitalisation des entreprises, Bibliothèque Nationale du Québec, juin 1984.

VERMAT, Pierre, "Vidéotron commence à s'étendre en Europe", La Presse, 27 août 2986, p. D1.

Gouvernement du Québec
Ministère des Communications
Direction des Communications